

策略周报

上行周期即将进入下半场

短周期上行进入下半场，扩张后期关注金融周期板块底部“双击”过程。

- **短周期上行进入下半场**。下半场的复苏时间与幅度。从持续时间上看，起始于 2019 年下半年的库存周期上行正在进入下半场。历史归纳上观察，一个库存周期上行大约持续 6 个季度，本轮库存周期由于新冠疫情的冲击中断了 2 个季度，因此从时间上推断，国内短周期景气高点应在 2021 年年中附近。海外由于二次疫情的爆发，经济复苏景气的高点要比国内来得晚。从全球经济角度，上半年共振复苏实现的概率比较大，下半年则出现分化。从周期定位角度，历史归纳扩张后期具备明显的再通胀特征：需求、物价、利率共振向上。本轮复苏对于信贷和房地产投资的克制就比较强，这也是市场普遍预期复苏下半程力度较弱的原因。市场在明年也比较难演绎极端的风格切换。
- **扩张后期的市场风格和行业轮动**。虽然经历了中美贸易摩擦和新冠疫情的扰动，本轮库存周期上行中的行业轮动依然十分经典。跨行业板块的轮动和科技内部的成长切换具有一定的普遍性。2018 年下半年开始中国经济进入衰退后期，科技成长板块开始进行底部的估值修复及扩张；2020 年下半年以来可选消费汽车、家电代表的早周期行业开始崛起加速。按照历史归纳，经济扩张后期金融、周期板块会出现底部的“双击”过程。考虑到宏观基本面和大类板块行业估值比价因素，我们认为历史重现的可能性比较高。考虑到海外复苏的持续性和强度，周期里面的有色（工业品和贵金属）要更加占优；同时考虑到估值的安全性，金融里面的银行底部估值修复的风险收益比更佳，大资金会比较青睐。
- **与跨行业轮动相比，科技内部的行业切换也同样精彩**。2018 年下半年 5G 产业链开始走高，通讯行业 PCB 与 5G 设备等受到市场的青睐；2019 年下半年随着行业景气反转，以半导体芯片和消费电子为首的电子行业全面爆发；同样 2020 年下半年新能源和新能源汽车开始大方异彩。硬科技，周期性成长的估值修复到估值扩张的变化一气呵成。从持续性角度看，科技内部的行业切换大约 6 个季度，由此推算，明年电新行业的景气度继续向上。
- **走出僵局**。随着股市的供给压力与海外大选等不确定缓解，风险偏好回升有望带动 A 股市场走出僵局。市场风格仍然会围绕高景气汽车、家电、电新行业进攻。随着海外疫情得到控制，经济复苏进一步确认，处于低估的传统周期金融板块也迎来布局良机。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200706

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

短周期上行进入下半场.....5

扩张后期的市场风格和行业轮动.....6

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 中美经济短周期定位.....5
图表 2. 中国信贷和房地产投资增速.....5
图表 3. 扩张后期涨幅居前一级行业.....6
图表 4. 扩张后期涨幅落后一级行业.....6

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

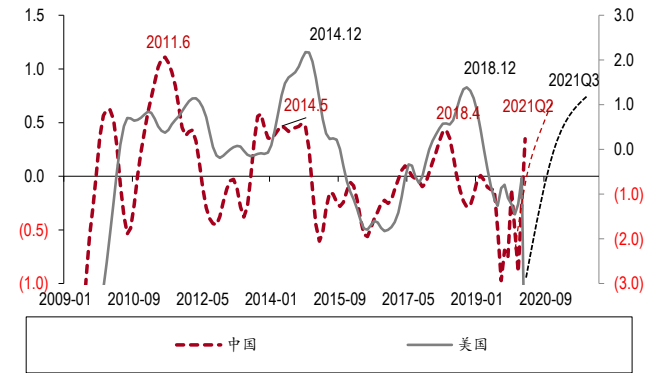
——20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。A股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

短周期上行进入下半场

下半场的复苏时间与幅度。从持续时间上看，起始于2019年下半年的库存周期上行正在进入下半场。历史归纳上观察，一个库存周期上行大约持续6个季度，本轮库存周期由于新冠疫情的冲击中断了2个季度，因此从时间上推断，国内短周期景气高点应在2021年年中附近。海外由于二次疫情的爆发，经济复苏景气的高点要比国内来得晚。从全球经济角度，上半年共振复苏实现的概率比较大，下半年则出现分化。从下半场复苏时间的维度，市场有分歧，但比较小。经济的复苏也为市场带来了继续做多的窗口。

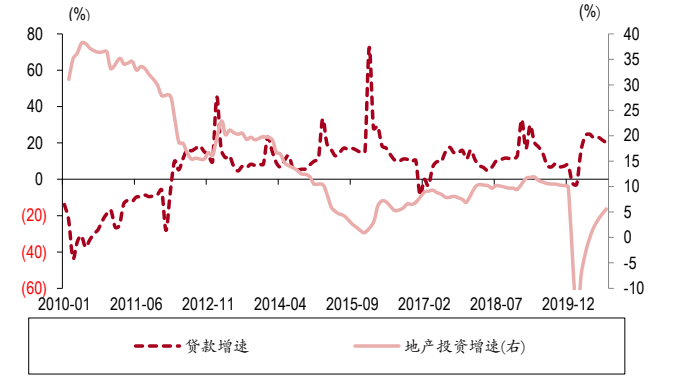
从周期定位角度，历史归纳扩张后期具备明显的再通胀特征：需求、物价、利率共振向上。由于短周期所处的中周期阶段不同，周期特征的强弱也会有明显的区别：比如，2020新冠疫情与2008年全球金融危机冲击后的复苏的脉冲响应路径差异会很大，一个易于理解的解释是国内三大部门的杠杆率位置不同，造成政策对冲的能力和意愿有别。本轮复苏对于信贷和房地产投资的克制就比较强，这也是市场普遍预期复苏下半程力度较弱的原因。市场在明年也比较难演绎极端的风格切换。

图表 1. 中美经济短周期定位



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 中国信贷和房地产投资增速



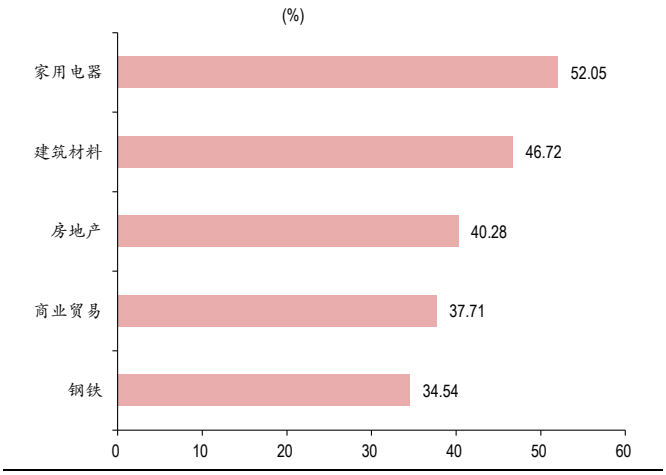
资料来源：万得，中银证券

扩张后期的市场风格和行业轮动

虽然经历了中美贸易摩擦和新冠疫情的扰动，本轮库存周期上行中的行业轮动依然十分经典。跨行业板块的轮动和科技内部的成长切换具有一定的普遍性。（这里面需要说明，对于过去 5 年排名一直靠前的必需消费，如食品饮料行业是中国进入大众消费阶段，中周期主导行业地位的体现，穿越了短周期，不在短期轮动的讨论范畴。）2018 年下半年开始中国经济进入衰退后期，科技成长板块开始进行底部的估值修复及扩张；2020 年下半年以来可选消费汽车、家电代表的早周期行业开始崛起加速。按照历史归纳，经济扩张后期金融、周期板块会出现底部的“双击”过程。考虑到宏观基本面和大类板块行业估值比价因素，我们认为历史重现的可能性比较高。考虑到海外复苏的持续性和强度，周期里面的有色（工业品和贵金属）要更加占优；同时考虑到估值的安全性，金融里面的银行底部估值修复的风险收益比更佳，大资金会比较青睐。

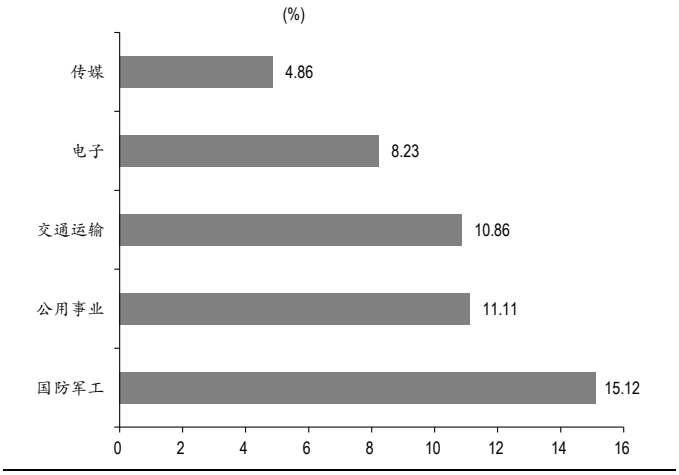
与跨行业轮动相比，科技内部的行业切换也同样精彩。2018 年下半年 5G 产业链开始走高，通讯行业 PCB 与 5G 设备等受到市场的青睐；2019 年下半年随着行业景气反转，以半导体芯片和消费电子为首的电子行业全面爆发；同样 2020 年下半年新能源和新能源汽车开始大方异彩。硬科技，周期性成长的估值修复到估值扩张的变化一气呵成。从持续性角度看，科技内部的行业切换大约 6 个季度，由此推算，明年电新行业的景气度继续向上。

图表 3. 扩张后期涨幅居前一级行业



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 扩张后期涨幅落后一级行业



资料来源：万得，中银证券

走出僵局。随着股市的供给压力与海外大选等不确定缓解，风险偏好回升有望带动 A 股市场走出僵局。市场风格仍然会围绕高景气汽车、家电、电新行业进攻。随着海外疫情得到控制，经济复苏进一步确认，处于低估的传统周期金融板块也迎来布局良机。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371